

## 证券研究报告

### 公司研究

### 公司点评报告

紫光股份(000938)

投资评级 买入

上次评级 买入

蒋颖通信行业首席分析师

执业编号: S1500521010002

联系电话: +8615510689144

邮箱: jiangying@cindasc.com

## 研发实力不断增强，深度算力产业链布局

2023年8月25日

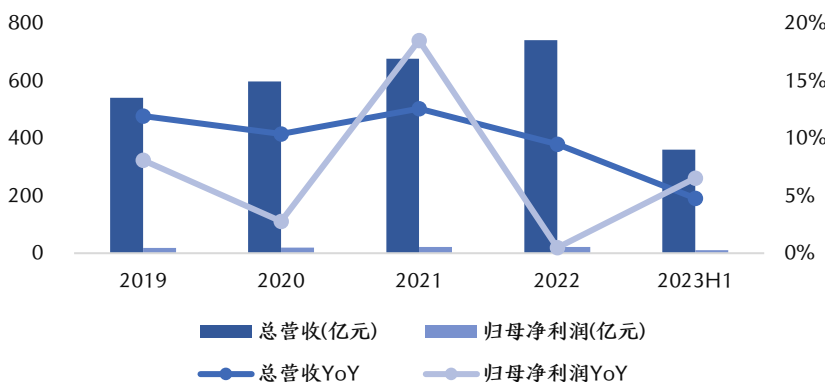
**事件:** 2023年8月24日,公司发布了2023年半年度报告,2023年H1公司实现总营收360.45亿元,同比增长4.78%;实现归母净利润10.22亿元,同比增长6.53%;实现扣非后归母净利润8.45亿元,同比减少3.43%。

**点评:**

#### 盈利能力和研发实力持续增强

根据公司公告,公司2023年Q2实现营业收入195.17亿元,同比增长2.39%;实现归母净利润5.83亿元,同比减少0.69%,环比增长32.80%;实现扣非后归母净利润5.08亿元,同比减少0.76%,环比增长50.74%。2023年H1,公司ICT基础设施及服务持续创新升级,数字化转型方案加速推进,云服务能力进一步提升。公司加强数字化技术与行业应用场景深度融合,不断丰富行业数字化解决方案;优化国内销售体系,行业市场和商业市场协同发展;稳步开拓海外市场,产品销售收入和海外合作伙伴数量持续增加;公司克服疫情带来的不利影响,积极推进交付和项目实施。公司持续实施“云智原生”技术战略,深度布局“芯—云—网—边—端”产业链,整体营收稳步提升,随着数字经济的加速发展,未来成长可期。

图1: 公司2023年H1营收同比增长



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

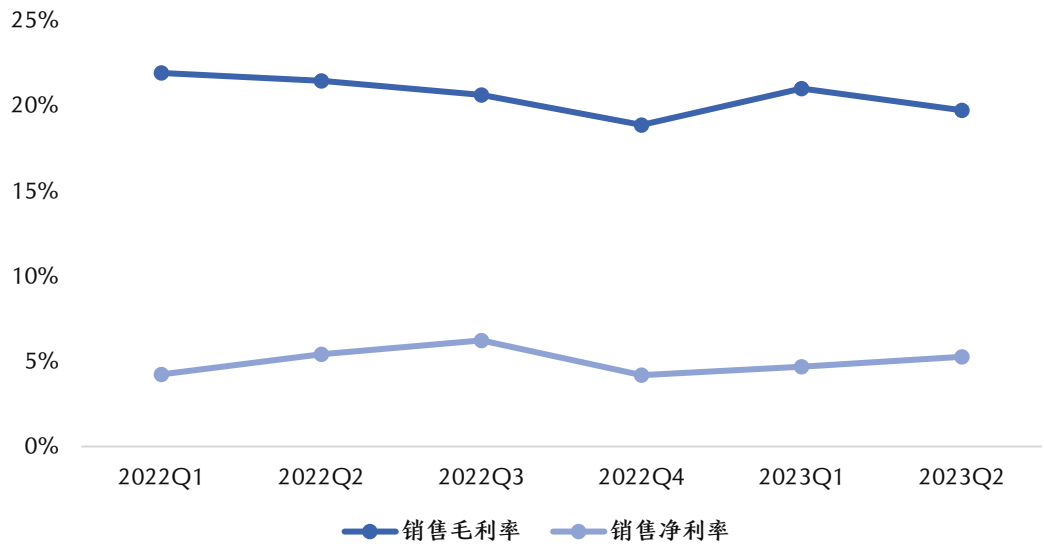
重要财务指标	2021	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	67,638	74,058	80,391	93,209	108,930
增长率 YoY%	12.6%	9.5%	8.6%	15.9%	16.9%
归属母公司净利润(百万元)	2,148	2,158	2,345	2,800	3,388
增长率 YoY%	18.5%	0.5%	8.6%	19.4%	21.0%
毛利率%	19.5%	20.6%	19.4%	19.2%	19.0%
净资产收益率 ROE%	7.2%	6.8%	6.9%	7.6%	8.4%
EPS(摊薄)(元)	0.75	0.75	0.82	0.98	1.18
市盈率 P/E(倍)	34.08	33.92	31.22	26.14	21.60
市净率 P/B(倍)	2.44	2.30	2.14	1.98	1.81

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为2023年8月24日收盘价

信达证券股份有限公司  
CINDASECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

从盈利能力来看，公司二季度毛利率同比有所下降，净利率环比改善。2023年H1，公司毛利率为20.32%，净利率为5.00%；单季度来看，公司2023年Q2毛利率为19.74%，同比下降1.73pct，环比下降1.27pct，净利率为5.27%，同比下降0.15pct，环比提升0.58pct，我们认为随着公司市场份额的提升、产品结构的优化、海外市场的扩展，以及自研芯片不断放量，公司综合毛利率有望进一步优化。

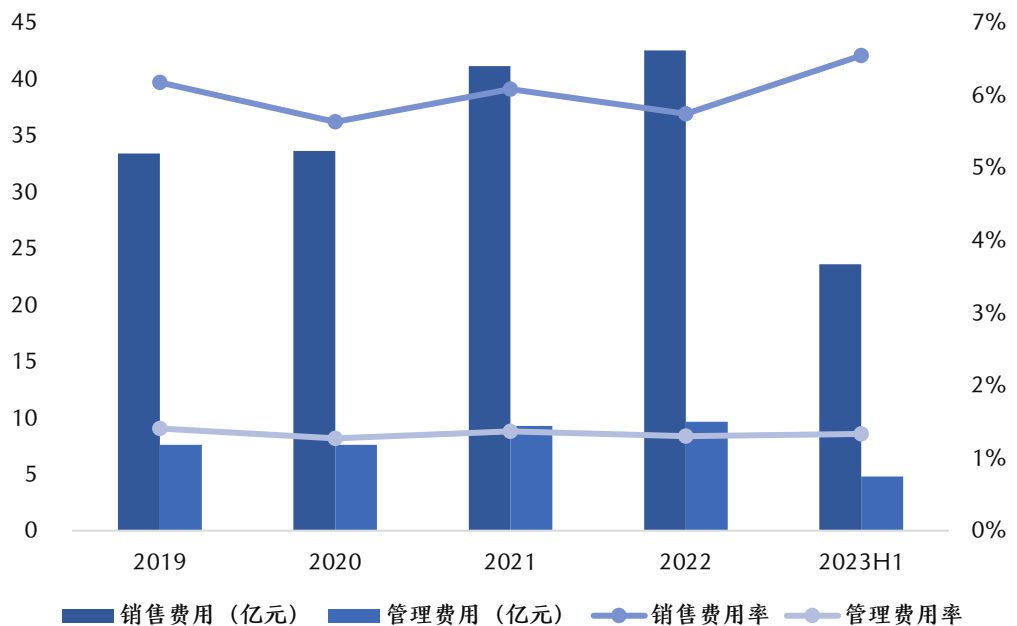
**图 2：公司 2023Q2 毛利略有下降**



资料来源：wind，信达证券研发中心

从费用端来看，公司2023年H1费用率为16.48%，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为6.54%、1.33%、0.9%，分别同比提升0.80pct、0.03pct、0.17pct，2023年H1的财务费用增加主要是本期公司子公司新华三集团有限公司汇兑损失增加所致。

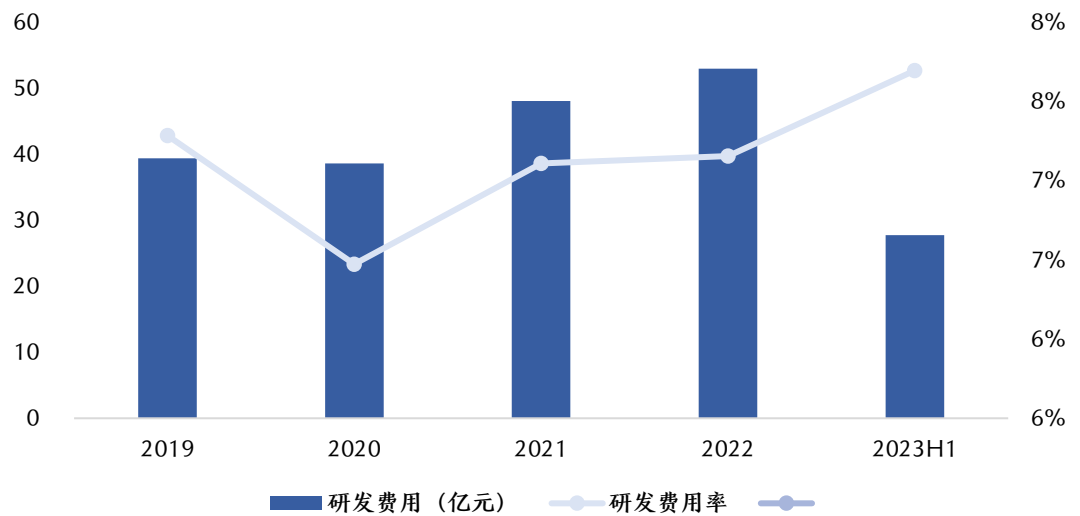
**图 3：公司费用率管控较好**



资料来源：wind，信达证券研发中心

公司持续投入研发，拥有多支优秀研发团队，创新能力强劲。2023年H1公司研发费用为27.74亿元，同比增加14.47%，研发费用率为7.7%。公司持续加大在云计算、大数据、信息安全、物联网、存储、5G、行业应用等方面的研发投入，不断助力公司发展。

图4：公司持续投入研发

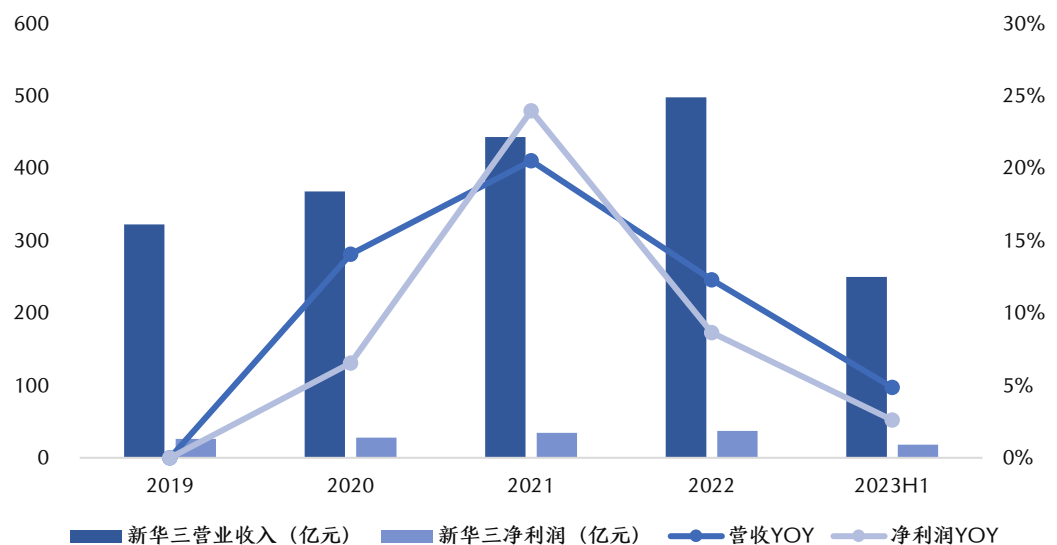


资料来源：wind，信达证券研发中心

#### ➤ 新华三智慧赋能数字化转型升级，保持较快增速

**核心子公司新华三持续服务三大市场，赋能行业客户业务创新和数字化转型。**新华三2023年H1实现营业收入249.91亿元，同比增长4.87%；实现净利润18.23亿元，同比增长2.62%。2023年H1新华三聚焦国内企业业务、国内运营商业务和国际业务三大市场，其中国内企业业务稳步增长，营业收入达到186.61亿元；国内运营商业务合作不断加深，营业收入达到52.36亿元，同比增长30.79%；国际业务稳步推进，产品和解决方案销售规模持续增加，实现营业收入10.94亿元，同比增长20.94%，其中新华三H3C品牌产品及服务收入达到6.05亿元，同比增长69.83%。

图5：新华三营收及归母净利润不断提升



资料来源：wind，信达证券研发中心

**国内企业业务：**在数字政府领域，新华三陆续中标成都高新区城运平台、萧山城市大脑、咸阳“智慧高新”等智慧城市类项目，深度参与浙江、江苏、河南、重庆等地多个智慧城市整体规划建设，推动城市技术融合、业务融合、数据融合，实现跨层级、跨地域、跨系统、跨部门、跨业务的协同管理和服务，为城市管理和公共服务提供全方位的解决方案；围绕产业经济发展，在贵港覃塘、伊川、烟台等多地落地智慧园区解决方案，实现园区智能化管理运营，有效提升园区管理效率与安全系数；参与了安徽、河北、江苏等多地政务云建设。

**国内运营商业务：**2023年上半年，新华三运营商业务全面快速发展，持续深化与运营商的战略合作，在不断巩固 ICT 设备市场份额的基础上，积极助力运营商智算中心建设、新型网络革新以及新业务的快速拓展。

在 ICT 设备集采方面，新华三持续大份额中标 2023 年中国电信 STN 集中采购项目、2023 年中国电信汇聚交换机和数据中心交换机集中采购项目、中国移动 2023 年集中网络云资源池四期工程硬件防火墙采购项目、中国广电 IT 云资源池二期工程项目、中国联通通用服务器集采项目等重要项目，算网安主力供应商地位进一步提升。此外，新华三为运营商打造了多个智算中心全国标杆项目，确立了在运营商智算领域的领先地位。

在战略市场方面，新华三中标中国电信核心路由器集采项目，实现集群路由器在中国电信骨干网络建设中的首次突破；在中国移动和中国电信实现了城域网核心节点一新型业务路由器 VBRAS 的持续落地与应用，在 10 个省份实现规模承载用户业务。在 5G 方面，新华三 5G 小站在中国移动超过 8 个省份实现规模落地，落地进度处于领先地位，并且完成了中国电信在多省的现网试点，取得良好效果。

在政企和新业务方面，新华三助力运营商建设电信浦东政务云卫生城、广西政务云(二期)、河北政务云等一系列重大项目，持续提升 DICT 领域市场份额；并为运营商在政企业务的安全专线提供安全大脑产品与服务，已在中国电信实现 30 个省份的规模化应用，在中国移动进入全国业务合作的新阶段；在中国移动 FTTR 集采中突破入围，并中标江苏移动 2023 年全省 FTTR 全光组网设备项目。

**国际业务：**新华三持续深耕海外市场，加强全球化布局，着力将海外市场打造成为公司收入增长的“第二曲线”。2023 年新华三发布全新海外战略，围绕生态系统、人才赋能和技术创新三方面助力海外国家及地区实现数字化转型的“本地化”，并陆续推出“协同办公”、“创新教育”、“智能制造”、“高效医疗”、“可靠的公共服务”等一系列场景化解决方案及全新产品，助力多国客户打造面向未来的数字化底座设施。同时，新华三秉持“合作伙伴优先”的原则，帮助中资出海企业提升数字化竞争力，在数字经济的时代下抓住机遇，与合作伙伴在技术方案、服务、物流、合规等方面强强联合，实现优势互补，提升竞争力。

#### ➤ 紫光云关键技术持续升级演进，云服务业务持续突破

**2023 年 H1，核心子公司紫光云公司实现营业收入 6.02 亿元，同比增长 7.92%。**

**在核心技术能力上：**紫光云公司重点打造云服务核心能力，全面提升云平台的可靠性，持续升级 ICT 基础设施与服务内容；基于同构混合云技术，打造云数智全栈分布式云，发力多云建设，积极布局边缘云和分布式云整体解决方案；提升云计算产品的易用性和可维护性，提高交付、运营、运维服务质量；加大技术研发，完善软网关、PaaS 平台技术能力，推出湖仓一体技术方案，并在云平台、云桌面、计算虚拟化软件、数据库和大数据等方面完成国产化技术演进，形成国产化云服务解决方案，进一步提升技术领先性。

**在云服务、智慧城市及行业云方面增业务持续突破：**

**云服务方面：**陆续中标曲靖政务云、重庆税务云、深圳联通公安专享云、洛阳公安专享云、中建科云等项目。

**智慧城市方面：**陆续中标朝阳市智慧城市、烟台疫情防控、武清疫情防控、泉州公安等项目。

**产业云方面：**中标沈阳化工园智慧应急、重庆铁路智慧工地等项目。

#### ➤ 多产品市场份额持续领先，ICT 龙头地位稳定

2023 年第一季度，公司多项产品市场占有率持续领先。公司在中国以太网交换机、企业网交换机、园区交换机市场，分别以 34.5%、35.7%、37.9% 的市场份额排名第一，在中国数据中心交换机市场份额 31.2%，位列第二；中国企业网路由器市场份额 31.0%，持续位列第二；中国企业级 WLAN 市场份额 27.7%，蝉联市场第一；中国 X86 服务器市场份额 18.2%，保持市场第二；中国刀片服务器市场份额 63.6%，蝉联市场第一；中国存储市场份额 12.2%，连续位居市场第二；中国超融合市场份额 18.6%，位列第一；中国 UTM 防火墙市场份额 21.7%，位居第二。

#### ➤ 盈利预测与投资评级

公司是国内 ICT 设备龙头企业，具备完整的“芯—云—网—边—端”产业链，我们看好公司在数字经济时代的竞争实力和长远发展。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 23.45 亿元、28.00 亿元、33.88 亿元，当前收盘价对应 PE 分别为 31.22 倍、26.14 倍、21.60 倍，维持“买入”评级。

#### ➤ 风险因素

云计算产业发展不及预期；海外业务发展不及预期

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	<b>43,579</b>	<b>50,712</b>	<b>55,785</b>	<b>67,557</b>	<b>78,398</b>	
货币资金	8,960	10,669	29,124	13,165	33,586	
应收票据	67	125	9	172	70	
应收账款	11,081	13,013	10,658	17,823	16,067	
预付账款	839	972	1,037	1,243	1,500	
存货	18,424	20,275	8,522	27,048	18,057	
其他	4,208	5,659	6,435	8,106	9,119	
<b>非流动资产</b>	<b>22,871</b>	<b>23,351</b>	<b>24,277</b>	<b>25,130</b>	<b>25,845</b>	
长期股权投资	134	112	122	127	127	
固定资产(合计)	923	1,042	1,067	967	760	
无形资产	3,882	3,697	3,682	3,719	3,808	
其他	17,931	18,500	19,406	20,318	21,150	
<b>资产总计</b>	<b>66,450</b>	<b>74,063</b>	<b>80,062</b>	<b>92,688</b>	<b>104,243</b>	
<b>流动负债</b>	<b>28,429</b>	<b>33,322</b>	<b>34,395</b>	<b>41,306</b>	<b>46,190</b>	
短期借款	4,290	4,175	4,675	4,975	4,875	
应付票据	2,136	3,142	3,337	3,442	3,912	
应付账款	9,682	10,103	11,495	15,706	16,652	
其他	12,321	15,902	14,888	17,183	20,751	
<b>非流动负债</b>	<b>2,353</b>	<b>2,913</b>	<b>3,726</b>	<b>4,512</b>	<b>5,197</b>	
长期借款	100	200	300	400	501	
其他	2,253	2,713	3,426	4,111	4,697	
<b>负债合计</b>	<b>30,782</b>	<b>36,235</b>	<b>38,121</b>	<b>45,818</b>	<b>51,387</b>	
少数股东权益	5,707	5,987	7,755	9,885	12,483	
归属母公司股东权益	29,961	31,841	34,186	36,985	40,373	
<b>负债和股东权益</b>	<b>66,450</b>	<b>74,063</b>	<b>80,062</b>	<b>92,688</b>	<b>104,243</b>	

重要财务指标		单位:百万				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	67,638	74,058	80,391	93,209	108,930	
同比(%)	12.6%	9.5%	8.6%	15.9%	16.9%	
归属母公司净利润	2,148	2,158	2,345	2,800	3,388	
同比(%)	18.5%	0.5%	8.6%	19.4%	21.0%	
毛利率(%)	19.5%	20.6%	19.4%	19.2%	19.0%	
ROE%	7.2%	6.8%	6.9%	7.6%	8.4%	
EPS(摊薄)(元)	0.75	0.75	0.82	0.98	1.18	
P/E	34.08	33.92	31.22	26.14	21.60	
P/B	2.44	2.30	2.14	1.98	1.81	
EV/EBITDA	12.74	8.47	9.38	10.41	5.94	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	<b>67,638</b>	<b>74,058</b>	<b>80,391</b>	<b>93,209</b>	<b>108,930</b>	
营业成本	54,470	58,772	64,793	75,325	88,248	
营业税金及附加	253	294	322	373	436	
销售费用	4,118	4,251	4,984	5,593	6,046	
管理费用	934	964	1,125	1,119	1,089	
研发费用	4,809	5,299	5,909	6,525	7,407	
财务费用	-292	634	-307	-180	208	
减值损失合计	-587	-695	-102	-21	79	
投资净收益	-24	21	10	8	8	
其他	1,353	992	1,101	1,051	1,101	
<b>营业利润</b>	<b>4,088</b>	<b>4,160</b>	<b>4,574</b>	<b>5,493</b>	<b>6,684</b>	
营业外收支	88	60	65	66	68	
<b>利润总额</b>	<b>4,176</b>	<b>4,220</b>	<b>4,639</b>	<b>5,559</b>	<b>6,752</b>	
所得税	384	478	526	630	766	
<b>净利润</b>	<b>3,792</b>	<b>3,742</b>	<b>4,113</b>	<b>4,929</b>	<b>5,986</b>	
少数股东损益	1,645	1,584	1,769	2,129	2,598	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,148</b>	<b>2,158</b>	<b>2,345</b>	<b>2,800</b>	<b>3,388</b>	
EBITDA	4,840	6,048	5,483	6,575	8,178	
EPS(当年)(元)	0.75	0.75	0.82	0.98	1.18	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>-2,180</b>	<b>4,019</b>	<b>19,552</b>	<b>-14,587</b>	<b>22,311</b>	
净利润	3,792	3,742	4,113	4,929	5,986	
折旧摊销	1,061	1,061	1,125	1,250	1,374	
财务费用	261	270	233	275	304	
投资损失	24	-21	-10	-8	-8	
营运资金变动	-7,771	-1,598	14,210	-20,817	14,896	
其它	452	564	-119	-217	-242	
<b>投资活动现金流</b>	<b>1,776</b>	<b>38</b>	<b>-2,247</b>	<b>-2,220</b>	<b>-2,187</b>	
资本支出	-525	-482	-1,638	-1,633	-1,629	
长期投资	2,282	438	-511	-523	-521	
其他	20	83	-98	-64	-37	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>133</b>	<b>-2,109</b>	<b>1,150</b>	<b>849</b>	<b>297</b>	
吸收投资	455	65	0	0	0	
借款	3,881	3,225	600	400	0	
支付利息或股息	-1,608	-1,849	-233	-275	-304	
<b>现金流净增加额</b>	<b>-289</b>	<b>1,993</b>	<b>18,455</b>	<b>-15,959</b>	<b>20,421</b>	

## 研究团队简介

**蒋颖**，通信行业首席分析师，中国人民大学经济学硕士、理学学士，商务英语双学位。2017-2020年，先后就职于华创证券、招商证券，2021年1月加入信达证券研究开发中心，深度覆盖智能制造&云计算 IDC 产业链、海缆&通信新能源产业链、智能汽车&智能电网产业链、5G 产业链等。曾获 2022 年 wind “金牌分析师”通信第 4 名；2020 年 wind “金牌分析师”通信第 1 名；2020 年新浪金麒麟“新锐分析师”通信第 1 名；2020 年 21 世纪“金牌分析师”通信第 3 名；2019 年新浪金麒麟“最佳分析师”通信第 5 名。

**陈光毅**，通信组成员，北京大学物理学博士，凝聚态物理专业。2021 年 12 月加入信达证券研究开发中心，从事通信行业研究工作，主要覆盖海缆&通信新能源、激光雷达、车载控制器、云计算&5G 等领域。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。